

## **Corporate Governance: inherent klant van de schandaalpers?**

door C. VAN HULLE



Cynthia Van Hulle  
KULeuven, Departement Toegepaste  
Economische Wetenschappen,  
Leuven

### **ABSTRACT**

Dit artikel stelt dat een governancestelsel noodzakelijkerwijs is gestoeld op zogenaamde “checks and balances”, d.w.z. machtsevenwichten tussen diverse partijen. Gezien dergelijke evenwichten relatief fragiel zijn en kunnen worden verstoord door allerlei maatschappelijke en economische evoluties, zullen er door de tijd heen steeds wel schommelingen optreden in het relatief aantal bedrijven waar belangrijke governanceproblemen optreden. Naast voldoende transparantie, voldoende heldere rolverdeling is het vermijden van belangenconflicten voor het behoud van een goed functionerend governancestelsel zeer belangrijk. Dit laatste wordt niet altijd voldoende onderkend omdat belangenconflicten vele gezichten kunnen aannemen. Een treffend voorbeeld van dit laatste is het momenteel vaak besproken mogelijks toelaten van insider trading, wat vanuit het standpunt van het behoud van “checks and balances” en in het bijzonder vanuit de problematiek van belangenconflicten overduidelijk een zeer kwalijke zaak zou zijn.

## I. INLEIDING

De discussie omtrent corporate governance (= het realiseren van een systeem dat leidt tot optimale beslissingsstructuren waarbinnen het topmanagement van een bedrijf kan functioneren), is in heel wat landen reeds een aantal jaren aan de orde van de dag. Waar in België tot voor kort de aandacht voornamelijk centreerde op de verhoudingen tussen aandeelhouders, raad van bestuur en management (d.w.z. de leiding of directie) in beursgenoteerde ondernemingen, heeft het debat een tweede adem gekregen na het uitlekken van diverse boekhoudschandalen binnen grote gereputeerde ondernemingen alsook na het aan de oppervlakte komen van de kwalijke gevolgen van belangenvermenging tussen financiële analisten, institutionele beleggers en zakenbanken. Een belangrijke reden voor de hernieuwde belangstelling voor het ten gronde nadenken over systemen van corporate governance is het feit dat, waar tot voor kort het Amerikaanse model als navolgbaar voorbeeld werd geaccepteerd, dit vertrouwen in vraag wordt gesteld na het aan de oppervlakte komen van diverse uitgesproken voorbeelden van scheefgroei.

Op het eerste gezicht blijken de topstructuren die de relaties tussen aandeelhouders, raad van bestuur en management regelen van Amerikaanse en Belgische bedrijven zeer gelijkaardig te zijn. Zo kunnen in beide landen op de algemene vergadering van aandeelhouders de eigenaars stemmen over jaarlijks weerkerende beslissingen zoals goedkeuring van de jaarrekeningen alsook over belangrijke evenementen zoals het aanpassen van de statuten. Naast de mogelijkheid tot stemmen hebben de aandeelhouders ook recht op de uitgekeerde dividenden. In beide landen duidt deze algemene vergadering de leden aan van de raad van bestuur die, namens de eigenaars, erover moeten waken dat het bedrijf op een goede wijze wordt geleid. In het kader van deze taak ziet de raad van bestuur toe op het management, en staat hij in voor aanstelling en ontslag van de directie. Tenslotte kan aan de bestuurders décharge worden verleend op de algemene vergadering indien de aandeelhouders oordelen dat eerstgenoemden hun taak naar behoren hebben vervuld. Niettegenstaande al deze belangrijke overeenkomsten blijken in de Verenigde Staten de structuren op een andere wijze te werken en de verhoudingen tussen aandeelhouders, raad van bestuur en management in beursgenoteerde ondernemingen ontwikkelen er zich anders dan in België. In het bijzonder is daar bij vele beursgenoteerde ondernemingen het aandeelhouderschap

verspreid en wordt het bedrijf geleid door een management dat meestal een zeer grote macht heeft verworven. Hierbij is de raad van bestuur voornamelijk een klankbordfunctie en een toezichtsfunctie toegewezen. Naast interne bestuurders, d.w.z. leden van de directie, omvat deze raad ook onafhankelijke bestuurders, d.w.z. bestuurders die niet tot het management behoren en geen groot-aandeelhouders vertegenwoordigen. Dit staat in scherp contrast met de Belgische situatie. In beursgenoteerde bedrijven is het aandeelhouderschap er immers geconcentreerd en de referentie-aandeelhouder (of blok van referentie-aandeelhouders) controleert het management en tekent mede de strategische opties uit. Hierdoor krijgt het management, althans wanneer het verschilt van de grote aandeelhouder(s), relatief tot hun Amerikaanse collega's heel wat minder macht toebedeeld. Bovendien kunnen er belangentegenstellingen ontstaan tussen grote en kleine aandeelhouders, voornamelijk wanneer een beslissing impact heeft op het behoud van controle. Naast een delegatie vanwege de directie, wordt, in tegenstelling tot de Amerikaanse situatie, in België de raad van bestuur meestal proportioneel met de eigendomsposities van de belangrijkste eigenaars ingevuld. In deze constructies zijn onafhankelijke bestuurders traditioneel relatief beperkt in aantal of, zeker tot in het recente verleden, zelfs helemaal afwezig.

Ook meer macro-economisch treden belangrijke verschillen op de voorgrond. Zo vinden in de Angelsaksische wereld ondernemingen veel gemakkelijker de weg naar de beurs. Ook na een beursintroduktie komen bedrijven vaker opnieuw naar de kapitaalmarkt om eigen middelen bij te tanken zodanig dat de beurs in belangrijke mate bijdraagt tot de verschaffing van risicokapitaal. De Belgische situatie is erg verschillend. Ondanks tijdelijke opflakkeringen, speelt de publieke beursmarkt voor de financiering van ondernemingen relatief gezien nog altijd een beperkte(re) rol. Bedrijven streven minder naar een beursnotering en eens genoteerd wordt er niet altijd opnieuw op de beurs een beroep gedaan voor de versterking van de eigen middelen. De op termijn hieruit resulterende rem op de ondernemingsgroei en de stijgende aandacht voor de bijdrage van het risicokapitaal tot de algemene welvaart hebben de laatste jaren dan ook aanleiding gegeven tot het in vraag stellen van de rol van de referentie-aandeelhouder en van de thans gangbare relaties tussen management, raad van bestuur en aandeelhouders. Het relatief beperkt aantal schandalen binnen beursgenoteerde ondernemingen heeft de critici van het Belgisch systeem momenteel echter wat milder gestemd. Immers, thans blijkt duidelijk

dat laatstgenoemde, ten aanzien van het Amerikaanse, niet alleen nadelen, maar ook voordelen vertoont.

Het doel van deze bijdrage is aan te tonen dat het periodiek opklaaien van discussies wegens het aan het licht komen van moeilijkheden met corporate governance niet echt verwonderlijk is, en dit wegens de inherente onderliggende structuur van de problematiek. Tegelijkertijd wenst het ook een schets te geven van de onderliggende logica van het Amerikaanse governance model om dit uiteindelijk te vergelijken met de Belgische situatie. Tenslotte worden uit deze inzichten enkele mogelijke lessen voor de toekomst getrokken. Daartoe is deze bijdrage georganiseerd als volgt. Paragraaf II schetst het onderliggend probleem dat door elk governance model dient opgelost te worden. Paragraaf III behandelt de Amerikaanse aanpak terwijl paragraaf IV een overzicht geeft van de belangrijkste evoluties die er tot scheefgroei en systeemfalen aanleiding hebben gegeven. Belgische corporate governance krijgt de aandacht van paragraaf V, terwijl paragraaf VI tenslotte enkele slotbemerkingen en mogelijke lessen voor de toekomst formuleert.

## II. DE KERN VAN HET CORPORATE GOVERNANCE PROBLEEM: DE LEIDING HEEFT GEEN “BAAS”

Er is inherent een belangrijk verschil tussen het ontwerpen van een organisatiestructuur op topniveau enerzijds en het uittekenen van dergelijke structuur op een lager niveau anderzijds. De reden is dat de leiding geen klassieke hiërarchische baas heeft en daardoor een figuur mist die objectieven opgeeft en toezicht houdt op de uitvoering van de taken door de ondergeschikten. Dergelijk probleem kan niet zomaar opgelost worden door een hiërarchische baas te plaatsen boven de leiding. Indien men dit zou proberen, zou men enkel het probleem verplaatsen: wie houdt immers toezicht op deze ultieme overste? De enige oplossing voor dergelijk probleem is de creatie van een systeem van “checks and balances”, dwz tegengewichten. Idealiter voorziet dergelijk systeem in het samenbrengen van verschillende partijen, elk met een duidelijk onderscheiden rol zodanig dat deze partijen elkaar in evenwicht houden. In de meeste landen heeft de wetgever in de vennootschapsstructuren duidelijk de aandeelhouders, de raad van bestuur en het management als “governance partijen” gedefinieerd. De aandeelhouders kiezen bestuurders die toezicht houden op het

management. Tegelijkertijd houden de aandeelhouders toezicht op de bestuurders en maken daartoe gebruik van de algemene vergadering om actief vragen te stellen. Onder invloed van het toezicht van de aandeelhouders vervult de raad van bestuur zijn rol. Op zijn beurt ten slotte zorgt deze raad ervoor dat het management het bedrijf in het belang van laatstgenoemde leidt. Deze rolbedeling beantwoordt echter aan een ideaal, in de zin dat er geen enkele garantie wordt ingebouwd dat deze partijen ook effectief de hen toegemeten taak naar behoren zullen waarnemen. Het realiseren van een systeem waarbij er incentieven worden gecreëerd zodanig dat de diverse partijen inderdaad de hun toegemeten rol naar behoren vervullen is de kern van het governancevraagstuk. Dit probleem is echter aartsmoeilijk, en tot nu toe is nog geen sluitende oplossing gevonden. Voortdurend dreigt het gevaar dat het systeem van “checks and balances” uit evenwicht gaat, zoals blijkt uit de recente golf van schandalen.

### III. DE VS: HET CORPORATE GOVERNANCE SUCCESVERHAAL

Zoals in de inleiding vermeld, wordt Amerikaanse corporate governance vaak naar voor geschoven als een model waar iets van te leren valt, en dit ondanks het feit dat dit systeem ten aanzien van het Belgische naast voordelen ook nadelen vertoont<sup>1</sup>. Wellicht is de reden hiervoor dat, ondanks de huidige problemen, Amerikaanse (Angelsaksische) governance de laatste jaren een hele evolutie ten goede heeft doorlopen en uit de middelen die zijn gebruikt om dit te bewerkstelligen wellicht lessen te trekken zijn. Vooreerst is het echter nuttig te kijken naar de onderliggende visie die Amerikaanse governance aandrijft evenals de wijze waarop men het effectief realiseren van “checks and balances” poogt te bewerkstelligen.

#### *A. Amerikaanse governance: basisopstelling en basisprobleem*

*Basisopstelling: de bescherming van alle aandeelhouders vormt de basistaak van een Amerikaanse raad van bestuur...*

In de Amerikaanse governancepraktijk is de basistaak van de raad van bestuur het verdedigen van de belangen van alle aandeelhouders. De belangen van andere partijen zoals schuldeisers, klanten,

werknemers, ... worden gezien als een beperkend kader waarbinnen het gestelde objectief kan worden nagestreefd. Dergelijke opstelling vertaalt zich bijvoorbeeld in de sterkere gerichtheid van Amerikaanse (Angelsaksische) bedrijven op het creëren van waarde voor de aandeelhouders. De onderliggende visie waarop deze opstelling zich baseert, benadrukt dat aandelenkapitaal zeer kwetsbaar is en dat het, in tegenstelling tot bijvoorbeeld schulden of arbeid, niet in voldoende mate kan beschermd worden door contracten. In het bijzonder geniet het aandelenkapitaal niet van bij contractueel vastgelegde vaste vergoedingen, worden de eigenaars pas uitbetaald nadat alle andere productiefactoren en financieringsbronnen zijn vergoed, en is er geen periodieke herziening of opzegrecht dat aandeelhouders de mogelijkheid geeft na verloop van tijd hun inbreng uit de onderneming weg te nemen<sup>2</sup>. Bovendien zijn eigenaars vaak niet echt meer nodig bij het functioneren van de onderneming eens ze hun fondsen aan het bedrijf hebben afgestaan. Dit is bijvoorbeeld veel minder het geval voor de factor arbeid die bijna onmiddellijk wordt betaald en die continu nodig is om het productieproces gaande te houden. Deze fundamentele opstelling komt in de Verenigde Staten reeds van in de eerste helft van deze eeuw tot uiting. Daar waar in Europa gedurende de laatste 70 jaar veel wetgeving is opgebouwd ter bescherming van de werknemer, is in Amerika relatief meer aandacht gegaan naar de bescherming van de kleine aandeelhouder.

Zoals in de inleiding reeds vermeld, is van de meeste Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen de grote meerderheid van de aandelen wijd in het publiek verspreid. De scheiding tussen leiding (d.w.z. een professioneel management) en bedrijfseigendom die hierdoor noodzakelijkerwijs ontstaat heeft belangrijke gevolgen. In het bijzonder verkrijgt de leiding, na verloop van tijd, in vergelijking met de aandeelhouders, een veel beter zicht op het dagelijkse reilen en zeilen van de onderneming. Daar bovendien kleine aandeelhouders zich meestal niet inspannen om het management op te volgen, krijgt laatstgenoemde al gauw de mogelijkheid om een dominerende machtspositie naar zich toe te halen en een eigengereid gedragspatroon te ontwikkelen. Om de beleggers hiertegen te beschermen is volgens de Amerikaanse (Angelsaksische) zienswijze dan ook een speciaal toezichtsorgaan nodig, namelijk de raad van bestuur. Deze raad moet zich enkel met de bescherming van de aandeelhouders bezig houden omdat andere partijen (werknemers, leveranciers, klanten...) voldoende bescherming kunnen vinden uit de competitie in hun respectievelijke

markt. Wordt de rol van de raad van bestuur opengetrokken naar andere bekommernissen, dan stijgen de kosten van het governancestelsel, en dit wegens het verlies van eenduidigheid in het objectief en de introductie van de overlegproblematiek tussen divergerende belangen<sup>3</sup>.

*De praktijk: te machtige managers? ...*

Zoals in de inleiding uiteengezet, worden Amerikaanse (Angelsaksische) raden van bestuur typisch bevolkt enerzijds door leden van het management (d.w.z. binnenstaanders) en anderzijds door bestuurders die niet afhankelijk zijn van de directie en ook niet door een grote aandeelhouder zijn afgevaardigd (d.w.z. onafhankelijken). Dit laatste kenmerk van de onafhankelijke bestuurders is natuurlijk het gevolg van het verspreide aandeelhouderschap<sup>4</sup>. In de praktijk ligt hier al eens de zwakte van het systeem. Zeker tot in het recente verleden heeft het management wegens de versnipperde eigendomsstructuur van de vennootschap vaak zoveel macht naar zich toe kunnen halen dat het zelf bepaalde wie in de raad van bestuur zetelde. Het spreekt voor zich dat men onder dergelijke omstandigheden van dit orgaan een niet al te onafhankelijke opstelling ten aanzien van de leiding kan verwachten. Een goed werkend toezicht is nochtans belangrijk. Zo wijst het vaak verspillende imperiumbouwen van Amerikaanse conglomeraten in de jaren '60 erop dat zonder passende tegengewichten, het management niet altijd zuinig omspringt met de financiële middelen van het bedrijf. De royale vergoedingen die het topmanagement al eens opstrijkt en die in een aantal gevallen mee aanleiding hebben gegeven tot het ontstaan van enkele beurschandalen – soms meer dan 100 miljoen dollar per jaar – zijn waarschijnlijk ook niet vreemd aan de invloed die de leiding op het samenstellen van haar eigen compensatiepakket kan uitoefenen<sup>5</sup>. Alhoewel de recente moeilijkheden lijken te wijzen op het tegendeel, is de laatste jaren toch sterk gewerkt aan het verbeteren van de situatie. De middelen die hierbij zijn aangewend vormen het onderwerp van de volgende subparagraaf.

*B. Sleutels tot verbetering: het verhogen van de transparantie, het versterken van de tegengewichten en het verder vermijden van belangentegenstellingen tussen aandeelhouders*

Vanouds wordt de basis van het systeem van Angelsaksische governance gevormd door drie in elkaar passende schakels: transparantie, het

voorkomen alsook radicaal behandelen van (resterende) belangentegenstellingen tussen aandeelhouders en het installeren van juiste tegengewichten (“checks and balances”). Waar het systeem in het verleden voornamelijk heeft tekortgeschoten, is op het gebied van de passende tegengewichten. De remediëring heeft zich dan ook vooral hierop gericht.

### *Schakel 1: transparantie...*

Een eerste belangrijk transparantiebevorderend gereedschap is informatieverstrekking. Reeds zeer lang worden in de Verenigde Staten, in het kader van de hoger vermelde aandacht voor de bescherming van de kleine aandeelhouder, aan beursgenoteerde ondernemingen strikte informatieverplichtingen opgelegd. Het realiseren van een gelijke behandeling van alle eigenaars wordt hierbij steeds in het oog gehouden. Zo is bijvoorbeeld het in het begin van de jaren '90 in de Belgische wetgeving ingevoerde verbod op “insider trading” (d.w.z. verbod om op de beurs te handelen op basis van bevoorrechte informatie) een afspiegeling van reeds lang bestaande Amerikaanse regelgeving. Een tweede transparantiebevorderend element is het grote belang alsook de eenduidigheid van professionele normen. De praktische toepasbaarheid van deze normen wordt in de hand gewerkt door een goed gedefinieerde verdeling van de rol van de verschillende governance-actoren, namelijk aandeelhouders, raad van bestuur en management. Deze taakverdeling is op zich trouwens te beschouwen als een derde factor die bijdraagt tot de doorzichtigheid. In het bijzonder dient het management het bedrijf dagdagelijks te leiden alsook de strategie uit te dokteren. De raad van bestuur wordt een eerstelijnscontrolefunctie toegewezen: hij behoort op het management toe te zien alsook goedkeuring te verlenen aan de voorgestelde strategie. De financiële markt heeft een permanente bevragingfunctie en dient niet alleen het management maar ook de raad van bestuur aan te porren de toegewezen taken naar behoren te vervullen. Dat de laatste jaren dergelijke bevraging effectief gebeurt, wordt wel geïllustreerd door een recent artikel in *Business Week* (1997) omtrent de werking van de raden van bestuur bij voedingsmultinationals Heinz en Campbell Soup. In het bijzonder legt de journalist uit hoe bij Heinz de raad van bestuur schromelijk tekortschiet in onafhankelijkheid ten aanzien van het management. Deze gebrekkige opstelling blijkt het gevolg te zijn van het hoger vermelde klassieke euvel bij Amerikaanse raden van bestuur, namelijk dat de directie de beslissingsmacht over aanstelling en ontslag van bestuurders



heeft weten naar zich toe te halen. Het artikel vergelijkt deze gang van zaken vervolgens met de governancestijl van concurrent Campbell Soup. Deze blijkt alle regels te volgen van wat men in de Verenigde Staten momenteel als behoorlijke governance bestempelt. Dit houdt in dat de raad wordt bevolkt door een meerderheid van onafhankelijke bestuurders die bovendien aan professionele geschiktheidscriteria voldoen. Binnen de schoot van deze raad functioneren gespecialiseerde comités die zich bezighouden met kernmateries (benoemingscomité, remuneratiecomité en auditcomité) en waarin de onafhankelijke bestuurders domineren. Dit laatste zorgt natuurlijk voor een versterking van hun onafhankelijke positie. Dit is zeer belangrijk want met onafhankelijke bestuurders die al dan niet hun taak naar behoren vervullen staat of valt de kwaliteit van het ganse Amerikaanse governance-systeem. Realisten beseffen echter dat de voorgaande voorzorgen niet noodzakelijk alle problemen oplossen. Immers wat is op termijn de motivatie van een onafhankelijke bestuurder om zich in te spannen terdege toezicht op de leiding uit te oefenen en tegen het natuurlijke overwicht van de beter geïnformeerde bestuurders-managers in te gaan? Is het alternatief van zich te laten meedrijven op de informatiestroom en voorstellen vanwege de directie niet veel eenvoudiger en minder risicovol? Zoals hoger vermeld is het oplossen van dit probleem van wie-houdt-toezicht-op-de-toezichthouder uitermate moeilijk.

### *Schakel 2: het uitschakelen van belangenconflicten...*

In de Verenigde Staten wordt traditioneel niet alleen aan de regeling, maar ook aan de voorkoming van belangenconflicten, veel aandacht besteed. Zo bestaat er reeds van in de jaren '30 wetgeving die het ontstaan van ingewikkelde groepsstructuren met beursgenoteerde dochters ontmoedigt (zie bijvoorbeeld Roe (1994) voor een overzicht). Complexe holdingstructuren worden fiscaal afgestraft en de antitrustwetgeving draagt ook haar steentje bij tot het indijken van het groepsfenomeen. Zo geeft Prowse (1995) het voorbeeld van Du Pont dat een aandelenpakket van 25% aanhield in General Motors tot het opperste gerechtshof in de late jaren '50 het afbreken van deze band oplegde. Het is duidelijk dat dergelijke politiek belangentegenstellingen tussen aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen helpt te voorkomen. Resterende belangenconflicten worden strikt geregeld en in de praktijk ernstig opgevolgd. Zo behoort het aanhouden van een "op-armlengte-relatie" tussen moedermaatschappij en beursgenoteerde dochters (d.w.z. elke

transactie tussen moedermaatschappij en beursgenoteerde dochter moet strikt volgens marktvoorwaarden verlopen) reeds zeer lang tot de dagelijkse geplogenheden en verkrijgen bedrijven pas een notering op de beurs van New York nadat zij bewijs hebben geleverd dat er binnen de besluitvorming mechanismen aanwezig zijn die belangenconflicten regelen ten voordele van de vennootschap en alle aandeelhouders<sup>6</sup>. Zoals verder uiteengezet wijzen diverse recente beursschandalen erop dat al deze maatregelen geen garantie bieden dat belangenconflicten zich niet op relatief belangrijke schaal kunnen voordoen.

### *Schakel 3: tegengewichten...*

In de Verenigde Staten (en de Angelsaksische wereld) spelen institutionelen een vooraanstaande rol in het aandeelhouderschap van beursgenoteerde bedrijven, en dit wegens het pensioensparen. In tegenstelling tot België dat een repartitiesysteem (d.w.z. actieven betalen voor de op dat ogenblik gepensioneerden) hanteert, wordt er gewerkt met een kapitalisatiestelsel (d.w.z. werkenden leggen tijdens hun loopbaan reserves aan voor het uitbetalen van hun latere pensioen). Het Amerikaanse systeem zorgt ervoor dat de in het kader van de kapitalisatie gespaarde middelen worden samengebracht in pensioenfondsen onder professioneel beheer. In de loop van de tijd zijn alzo grote kapitalen verzameld, die voor een groot deel in aandelen worden belegd. Zo is momenteel in de Verenigde Staten zelfs meer dan 50% van alle beursgenoteerde aandelen in handen van institutionele beleggers (d.w.z. pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen,...). Sinds enige jaren worden deze institutionelen sterk gestimuleerd een rol van actieve bevragende aandeelhouder op te nemen en worden zij bij wet verplicht te stemmen op de algemene vergadering van de bedrijven waarin zij beleggen. Daarbij wordt beoogd dat zij helpen te bewerkstelligen dat alle governance-agenten hun rol naar behoren vervullen door als tegengewicht te fungeren en dat zij de hoger vermelde actieve bevraging vanwege de financiële markten op gang trekken. Deze institutionelen mogen echter enkel (weliswaar actieve) beleggers blijven. Zo is het hen bijvoorbeeld niet toegelaten ernaar te streven controle uit te oefenen over de ondernemingen waarin zij participeren; in principe mogen zij momenteel zelfs niet beogen zitjes in de raad van bestuur te verwerven. Daar institutionele beleggers alsook professionele financiële analisten dit permanente toezicht effectief bleken op te nemen, ontstond op het einde van de jaren '90 de indruk dat de VS er

werkelijk in was geslaagd een werkbaar systeem van “checks and balances” te hebben gerealiseerd. De ontgoocheling van vele, vooral kleine beleggers, omtrent de werking van het governancestelsel is dan ook groot. Niet verwonderlijk worden momenteel in snel tempo allerlei remedies naar voor geschoven.

#### IV. ALLE OPLOSSINGEN KUNNEN FALEN

Natuurlijk kan in de praktijk geen enkel systeem voor een zo complex probleem als corporate governance altijd de ideale oplossing aanreiken en elk model zal dan ook inherente zwakheden vertonen. Zo zal in het Amerikaanse systeem het overwicht van het management steeds een blijvend gevaar betekenen en kan het falen van het externe toezicht door de kapitaalmarkten, zoals essentieel blijkt uit de recente problemen, tot scheeftrekkingen aanleiding geven. Dit laatste wordt duidelijk geïllustreerd door de hiernavolgend besproken evoluties die gelijktijdig plaatsgrepen met de inspanningen om de governancepraktijk te verbeteren, en die uiteindelijk tot onevenwichten hebben geleid.

Historisch heeft de VS een zeer goed ontwikkelde beursmarkt, met vele bedrijven die een beursintroductie wagen en achteraf nog heel wat kapitaalmarktoperaties uitvoeren. Tensamen met de Glass Steagall act die begin van de jaren '30 werd ingevoerd en pas terug werd opgeheven in 1999, en welke tot doel had een scheiding te realiseren tussen commerciële bankactiviteit (dwz betalingsverkeer, depots, kredietverlening,...) en zakenbankieren (dwz brokerage, beleggingsadvies, begeleiding kapitaalmarktoperaties, fusies en overnames,...), is er alzo een belangrijke “investment banking” activiteit ontstaan. Oorspronkelijk werd de analistenresearch van deze zakenbanken (de zogenaamde sell side research) gefinancierd door inkomsten uit commissies en de bid/ask spread op beursorders. Echter tijdens de jaren '90 zorgde de toenemende concurrentie voor een sterke daling van deze klassieke inkomstenbron tot typisch ongeveer 50% van de kost van deze alsmaar duurder wordende research (Fortune (2002)). Tegelijkertijd kregen de inkomsten uit het begeleiden van kapitaalmarkttransacties (voornamelijk beursintroducties en kapitaalsverhogingen) een toenemend belang. Ondertussen zorgde de opheffing van de Glass Steagall act er ook voor dat zakenbankiers toegang kregen tot de markt van de kredietverlening aan bedrijven. Onder druk van de competitie voor het winnen van begeleidings- en kredietverleningsmandaten en

de vermenging met het persoonlijke financiële eigenbelang, neigden analisten naar het positief inkleuren van hun bedrijfsrapporten. Ook de institutionelen, die in het governancemodel van de VS een belangrijk tegengewicht vormen, gaan in de problematiek van belangenvermenging niet vrijuit. Immers, zoals hoger reeds aangegeven vormen deze groep van beleggers globaal de belangrijkste aandeelhouders van bedrijven. Deze institutionele klanten verliezen echter rendement indien een negatief rapport omtrent een bedrijf dat zij in portefeuille hebben de koersen negatief beïnvloedt. De wens betreffende groep niet tegen de haren te strijken zorgde dan ook voor bijkomende druk op de financiële analisten (AIMR (2001)). Ten slotte, en niet in het minst zorgden ook binnen de bedrijven evoluties in vergoedingspakketten voor problemen. Alhoewel het vanuit motiveringsstandpunt een goed idee lijkt om top managers te vergoeden afhankelijk van de prestatie, creëerden de uitermate genereuze stockoption plannen binnen beursgenoteerde bedrijven belangrijke prikkels om koersen, desnoods artificieel, op een hoog niveau te houden. Ontegensprekelijk lag dit mee aan de basis van soms verregaande frauduleuze boekhoudkundige ingrepen waarbij het topmanagement betrokken was. Dit toekennen van genereuze plannen werd door de gangbare praktijk zich te conformeren aan de marktvoorwaarden zelfs aangezwengeld. Immers, indien grote pakketten aandelenopties frekwent worden toegekend, en het daarenboven als gedegen professioneel handelen wordt aanzien remuneraties op de “marktvoorwaarden” te aligneren, kunnen remuneratiecomités en raden van bestuur ook weinig weerstand bieden tegen het doorvoeren van dergelijke vergoedingspakketten voor het topmanagement. Eens deze aandelenprijsgebonden remuneraties tot beperktere proporties zijn teruggebracht, zal vermoedelijk ook de vaak gehoorde kritiek dat de normen van de financiële markten bedrijven dwingen zich te richten op het realiseren van korte termijn resultaten, weer significant afnemen. Men kan zich hier immers terdege de vraag stellen in welke mate dit korte termijn perspectief niet zelf door de bedrijfsleiders werd gecreëerd wegens de uitermate belangrijke impact van korte termijn schommelingen in de beursprijs op de waarde van de aan hen toegekende aandelenopties. Vooral de verplichting driemaandelijks resultaten te rapporteren, krijgt in dit verband al eens negatieve kritiek. Zeker in het licht van de recente boekhoudschandalen kan men zich de vraag stellen of deze rapportering veel aarde aan de dijk brengt. Het is immers zeer gemakkelijk korte termijn resultaten te manipuleren. Zo vertelde een bedrijfsleider van een kleinere

onderneming dat de directie zeer veel energie stopt in het realiseren van behoorlijke resultaten binnen elk kwartaal. Grote klanten proberen hiervan misbruik te maken door vlak voor het einde van een kwartaal extra toegevingen te eisen als voorwaarde voor het voor dat kwartaal nog tijdig afsluiten van een belangrijk contract. Dergelijke voorbeelden mogen echter niet de positieve impact van de bevragingssrol van de financiële markten doen vergeten. Beschikbare wetenschappelijke empirische evidentie wijst immers op het feit dat de beurs een lange termijn perspectief kan aanhouden. Zo blijken inspanningen voor onderzoek en ontwikkeling, ook voor de euforie van de tweede helft van de jaren '90, vaak beloond te worden met een stijgende aandelenkoers (zie bijvoorbeeld Beaver, Lamber en Morse (1980), Chan, Martin en Kensinger (1990), McConnell en Muscarella (1985)). Bovendien zou, zonder een lange termijn perspectief, de succesvolle Amerikaanse groeibeurs Nasdaq zelfs niet kunnen bestaan. Wat daarentegen al te vaak onvoldoende wordt onderkend is de hoger geïllustreerde korte termijn visie die binnen een organisatie kan leven. De belangen van de huidige participanten in de organisatie zijn in de praktijk immers niet altijd volledig in lijn met die van de onderneming. Daarbij mag men niet uit het oog verliezen dat het enkel de huidige deelnemers zijn die aan de beslissingen vorm geven, en niet de potentiële toekomstige leden van de organisatie. Wegens deze reden kan de discipline van de financiële markt zelfs heilzaam werken en dwingen tot het aanpassen van de visie. Ook de snelheid en het gemak waarmee in de Angelsaksische landen kapitaal kan worden samengebracht is een pluspunt. Dit element komt duidelijk naar voor in de getuigenis van een Belgische bedrijfsleider die verklaarde dat sinds een Engelse beursgenoteerde onderneming de vroegere familiale aandeelhouders had uitgekocht, het geen enkel probleem meer vormde expansie en bijkomende projecten te financieren. Wel dienden de projecten, meer dan voorheen, strikt aan de gangbare professionele (= financiële) normen uit de sector te voldoen.

Vanuit het perspectief van het veilig stellen van de belangrijke rol van kapitaalverschaffer zijn een aantal van de recente en/of voorgestelde maatregelen ook zeer logisch. De veel besproken Sarbanes Oxley act van eind 2002 (goedgekeurd document congres USA (2002)), dwingt bedrijven tot een versterking van de corporate governance binnen bedrijven door nog meer nadruk op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en van de revisor ten aanzien van de leiding te leggen. Tegelijkertijd wordt een bedrijfsleider ook strafrechtelijk

aansprakelijk voor fraude in de gepubliceerde financiële staten. Andere voorstellen proberen de belangenvermenging tussen analisten en andere activiteiten binnen het zakenbankieren ongedaan te maken door o.a. een afsplitsing van de analistenresearch van kapitaalmarktactiviteiten in aparte entiteiten te realiseren, of door databanken met tijdreeksen van aanbevelingen van analisten aan te leggen. Zolang echter de structuur en de omvang van de huidige vergoedingspakketten van het management niet worden herzien, zal men ermee rekening dienen te houden dat de bedrijfsleiding belangrijke persoonlijke voordelen kan puren uit het gebruiken van haar belangrijke informatievoordeel ten behoeve van het artificieel opdrijven van de aandelenkoers.

## V. WAT MET DE BELGISCHE CORPORATE GOVERNANCE PROBLEMEN?

Zoals reeds in de inleiding aangehaald, is de corporate governance situatie in België, evenals in de meeste andere Continentaal Europese landen, compleet verschillend van deze in de Angelsaksische wereld. Het meest opvallende element hierbij is de concentratie van het aandeelhouderschap. Volgens vergelijkende internationale evidentie zou België zelfs relatief tot andere Europese landen een bijzonder hoog percentage hebben van beursgenoteerde ondernemingen gecontroleerd door referentie-aandeelhouders (Wymeersch (1997)). Deze laatste domineren de raad van bestuur en daardoor ook het management. Het is immers het prerogatief van de raad van bestuur de directie aan te stellen en te ontslaan. De invloed van de belangrijke aandeelhouders wordt bovendien nog versterkt door het feit dat wegens het belang van hun deelneming zij ook gemotiveerd zijn om het reilen en zeilen in de onderneming op te volgen. Een belangrijk pluspunt van deze situatie in vergelijking met het Amerikaanse systeem is natuurlijk dat eigengereid gedrag vanwege het management wordt ingeperkt. In de praktijk blijken echter gebrekkige transparantie en voornamelijk het gevaar van belangenconflicten tussen grote en kleine aandeelhouders in de plaats te komen.

*Het kernstuk van de Belgische discussie:  
belangentegenstellingen tussen aandeelhouders...*

Ondanks diverse pogingen om via de vennootschapswetgeving het probleem van de belangentegenstellingen op te lossen, blijft het toch

nog altijd het kernstuk van de huidige discussie. Belangenconflicten hebben immers vele gezichten en kunnen ten gronde alleen worden opgelost indien de structuren een voldoende tegengewicht ten aanzien van de specifieke interesses van grote aandeelhouders toelaten. Zo voorziet het sinds 1995 ingevoerde artikel 60 bis dat vooraleer de raad van bestuur van een beursgenoteerde dochteronderneming een beslissing kan treffen waaruit de moedermaatschappij een voordeel zou kunnen puren, drie onafhankelijke bestuurders bijgestaan door een onafhankelijk expert een rapport moeten opmaken (Ralet (1996)). In de praktijk is het echter met dergelijke regeling moeilijk te vermijden dat, bijvoorbeeld in het kader van groepsbelangen, de moedermaatschappij opportuniteiten systematisch doorstuurt naar andere dochterbedrijven of dat wegens controleconsideraties de strategie op autofinanciering wordt afgestemd waardoor op termijn de groei van de onderneming wordt afgeremd. Beschikbare empirische evidentie wijst erop dat dit laatste in het verleden trouwens een gangbaar probleem is geweest bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen (Van Hulle (1998)).

Toch lijkt er de laatste jaren inzake corporate governance in België heel wat vooruitgang te worden geboekt. Zo reduceert de afbouw van zeer uitgebreide groepen met over sectoren wijd verspreide activiteiten, vooral sinds het midden van de jaren '90 in België en diverse andere Continentaal Europese landen, de kansen op belangenconflicten tussen moedermaatschappij en dochteronderneming. Tegelijkertijd zorgen de aangehouden inspanningen van diverse instanties en commissies voor een betere bewustwording van het belang alsook van de kennis omtrent het in praktijk brengen van degelijke governanceregels. Ook nieuwe wettelijke beschikkingen werken transparantie, degelijke rolverdeling en reductie van belangenconflicten in de hand. De invoering van het directiecomité als vennootschapsorgaan met eigen bevoegdheden in de vennootschapswet komt zeker ten goede aan het realiseren van een degelijke taakverdeling, terwijl het verplicht aanduiden van een vaste vertegenwoordiger door een vennootschapbestuurder, het oneigenlijk gebruik van de vennootschapsvorm om bestuursverantwoordelijkheid af te wentelen, aan banden legt. De scheiding tussen revisorale mandaten en consulting activiteiten dient op termijn de onafhankelijkheid van de revisor ten aanzien van de door hem/haar gecontroleerde bedrijven te ondersteunen terwijl de invoering van de IAS-boekhoudnormen vanaf 2005 de vergelijkbaarheid van de financiële staten van beursgenoteerde bedrijven vermoedelijk ten



goede zal komen. De weg is echter nog lang. Momenteel is inzake de samenstelling van de raad van bestuur en de rol van de onafhankelijke bestuurders zeker nog geen consensus ontstaan, en in de praktijk vermoedelijk nog geen goed evenwicht gegroeid. In het bijzonder wordt in de meeste Belgische raden het aantal onafhankelijken beperkt gehouden. De vroegere en huidige Angelsaksische ervaring leert echter dat het vinden van een passend evenwicht zeer moeilijk is. Immers het voornaamste probleem met dergelijke bestuurders is ze effectief onafhankelijk te houden en gericht op de belangen van de onderneming.

*Alle oplossingen hebben voor- en nadelen....*

Zoals hoger vermeld blijven ten aanzien van de VS het aantal uit de hand gelopen governance problemen bij beursgenoteerde bedrijven in België relatief beperkt en dit wegens de andere opbouw van het financiële weefsel en het ander governancestelsel. Immers, in vergelijking met de Angelsaksische wereld speelt de beursmarkt een minder vooraanstaande rol en is het zakenbankieren weinig ontwikkeld. Bovendien zijn institutionele beleggers ook heel wat minder belangrijk. De kansen op grootschalige belangenvermenging van financiële analisten met zakenbankactiviteiten zijn dan ook veel kleiner. Bovendien worden sinds de tweede helft van de jaren '90 analistenteam in toenemende mate ondergebracht bij het vermogensbeheer dat, onder druk van de Belgische financiële toezichthouders, tevens in een aparte juridische entiteit wordt afgesplitst. Dit betekent natuurlijk niet dat er de voorbije jaren geen gevallen zijn gesignaleerd waarbij bijvoorbeeld de positieve houding van financiële analisten in verband werd gebracht met de kredietverlenings- en andere zakelijke belangen van de financiële groep waartoe zij behoren. Zoals voorheen aangegeven, zorgt het geconcentreerd aandeelhouderschap op een sterker toezicht op het management, waardoor de vergoedingspakketten beter in toom worden gehouden. Tegelijkertijd mag men verwachten dat grote aandeelhouders erop toezien dat verspillende projecten aan de kant worden gezet en een goede rentabiliteit wordt ontwikkeld. Naast nadelen heeft geconcentreerd eigendom in vergelijking met een governance gestoeld op verspreid aandeelhouderschap dus ook voordelen. Wat hierbij eigenlijk van cruciaal belang is zijn de onderliggende motieven die tot deze concentratie aanleiding geven. Slechte beweegredenen zijn bijvoorbeeld onopgeloste belangenconflicten en/of onvolgend ontwikkelde kapitaalmarkten. Een veel beter motief daarentegen



is de zorg voor een beter toezicht op het management en het zuinig omspringen met de beschikbare middelen. Zo blijkt dat sommige ondernemingen zelfs beter af zijn met een geconcentreerd aandeelhouderschap. In het bijzonder merkt men op dat in de Verenigde Staten beursgenoteerde ondernemingen met zwakke groeimogelijkheden maar met veel winstgeneratie via een leveraged buyout overgaan naar een geconcentreerde eigendomsstructuur<sup>7</sup>. Nadat de nodige herstructureringen zijn doorgevoerd, herwinnen deze bedrijven vaak een meer verspreid aandeelhouderschap via een herintroductie op de beurs. Wat deze evidentie inhoudt is dat in een dynamische economie het zeer onwaarschijnlijk is dat alle beursgenoteerde ondernemingen ten alle tijde op basis van dit toezichtsmotief beter af zijn met een geconcentreerde eigendomsstructuur. Wanneer men dan opmerkt dat in een land (bijna) alle bedrijven zich enkel dit type aandeelhouderschap aanmeten, geeft dit een indicatie dat aandacht dient besteed te worden aan de onderliggende beweegredenen<sup>8</sup>.

## VI. BESLUIT EN LESSEN VOOR DE TOEKOMST?

De kwaliteit van een governance systeem wordt in hoge mate gedreven door het goed op elkaar inspelen van “checks and balances”. Deze evenwichten kunnen op diverse wijzen worden nagestreefd, zoals geïllustreerd door de verschillen tussen Amerikaanse (Angelsaksische) en Belgische (Continentaal Europese) bestuurswijzen. Deze verschillen uiteten zich in eigen systeemeigenschappen, zowel sterktes als zwakheden. Door beïnvloeding vanwege nieuwe gegevenheden en evoluties kunnen na verloop van tijd verstoringen optreden in de moeizaam opgebouwde evenwichten zodanig dat zich, doorheen de tijd, af en toe opstoten van governanceproblemen realiseren. Belangrijk hierbij is steeds voor ogen te houden dat deze “checks and balances” steeds stoelen op voldoende transparantie, voldoende heldere rolverdeling en het vermijden van belangenconflicten. Dit laatste wordt vaak niet voldoende onderkend, mede door het feit dat belangenconflicten vele gezichten kunnen aannemen. Zij resulteren echter steeds in foutieve incentieven. Goed bedoelde maar uit de hand gelopen aandelenoptieplannen en de erop volgende boekhoudmalversaties zijn van dit laatste een zeer actueel voorbeeld. Ook het momenteel vaak besproken mogelijks toelaten van insider trading is vanuit governance standpunt een zeer kwalijke zaak, omdat het, meer nog dan bij

buitensporige aandelenoptieplannen, aan leidinggevend de mogelijkheid laat op vele wijzen munt te slaan uit het misbruik van hun informatievoordeel.

#### NOTES

1. Ontegensprekelijk bestaan ook tussen Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen grote verschillen in de wijze waarop zij hun corporate governance organiseren. Zo zouden ook bij ongeveer 30% van de Fortune top-500-ondernemingen aandeelhouders met belangrijke eigendomspakketten te vinden zijn. Men moet er echter wel rekening mee houden dat de betekenis van de uitdrukking "grote aandeelhouder" in de Verenigde Staten verschillend is van deze die haar in België (Continentaal Europa) wordt toegeschreven. Zo is een investeerder met een pakket van 6% van de aandelen volgens Amerikaanse normen een grote aandeelhouder, vaak zelfs de belangrijkste. In België daarentegen wordt 6% van de aandelen als een eerder beperkte positie aangemerkt die, tenzij met het blok van de referentie-aandeelhouders kan worden aangesloten, weinig of geen invloed in de betrokken onderneming oplevert.
2. Het principe van de 30-jarige hernieuwing van de vennootschapsvorm is in vele landen (in België sinds 1984) uit het vennootschapsrecht verdwenen.
3. Alhoewel strikt juridisch de raad van bestuur de "belangen van de onderneming" dient te behartigen wordt in de praktijk het grootste gewicht toegekend aan de belangen van de aandeelhouders.
4. Angelsaksische auteurs definiëren meestal een bestuurder als onafhankelijk indien hij/zij geen banden heeft met het management. In de Belgische discussie wordt een bestuurder maar als onafhankelijk aanzien indien hij/zij daarnaast ook niet door grote aandeelhouders wordt afgevaardigd. Wegens het verspreid aandeelhouderschap zal een Angelsaksische onafhankelijke bestuurder meestal ook niet de vertegenwoordiger zijn van grote aandeelhouders.
5. Dergelijke hoge compensaties worden in de praktijk niet gerealiseerd via een vaste wedde maar door het uitoefenen van aandelenopties die worden toegekend in het kader van "pay-for-performance".
6. De vereisten kunnen worden afgezwakt indien de onderneming reeds een notering heeft in een andere thuismarkt.
7. Bij een management buyout koopt het zittende management de aandeelhouders uit. Dikwijls gaat dit gepaard met zware schuldfinanciering. In dit laatste geval wordt de transactie een leveraged buyout genoemd.
8. Het is hier interessant op te merken dat internationaal vergelijkend onderzoek van La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer en Vishny (1997) erop wijst dat landen waar sterk wordt vastgehouden aan geconcentreerd aandeelhouderschap bij beursgenoteerde ondernemingen, vaak ook landen zijn met een gebrekkige aanpak van belangentegenstellingen.

#### REFERENTIES

- AIMR, 2001, Statement of T. Bowman, President and Chief Executive Officer AIMR.
- Baums, R., et.al., eds, 1994, Institutional Investors and Corporate Governance, (de Gruyter, Berlin).
- Beaver W., R. Lambert en D. Morse, 1980, The Informational Content of Security Prices, *Journal of Accounting and Economics*, maart, 3-28.
- Bhide, A., 1994, Efficient Markets, Deficient Governance, *Harvard Business Review*, nov-dec.

- Boni, L. en K. Womack, 2002, Solving the Sell-Side Research Problem: Insights from Buy-Side Professionals, working paper (Tuck School of Business).
- Business Week, 1997, The CEO and the Board, september 15, 40-44.
- Chan S., J. Martin en J. Kensinger, 1990, Corporate Research and Development Expenditures and Share Value, *Journal of Financial Economics*, 26, 255-276.
- Congres USA, 2002, Sarbanes-Oxley Act.
- Daems, H. 1998, Het einde van het Belgisch kapitalisme?, Francqui Leerstoel, (UCL), inaugurale les, 4 maart 1998.
- Daems, H. en P. Van De Weyer, 1993, Buitenlandse invloed in België. De gevolgen voor strategische beslissingsmacht, (Lannoo/Koning Boudewijnstichting).
- De Keuleneer, E., 1994, Levert een beursnotering in België voldoende voordelen op?, *Bank-en Financieuzen*, 9-10, 531-535.
- De Ryck, K., 1996, European Pension Funds. Their Impact on European Capital Markets and Competitiveness, (European Federation for Retirement Provision, Brussel).
- Financieel Economische Tijd, 1996, Corporate Governance: het onbehagen voorbij, 19 oktober, blz 8-9.
- Fortune, 2002, Seven Ways to Restore Investor Confidence, 24 juni 2002.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R. Vishny, 1997, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, juli, 3, 1131-1150.
- McConnell J. en C. Muscarella, 1985, Capital Expenditure Decisions and Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422.
- Prowse S., 1995, Corporate Governance in an International Perspective: a Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the US, UK, Japan and Germany, (New York University Salomon Center, Blackwell).
- Ralet, O., 1996, Responsabilités des dirigeants de sociétés, (Larcier).
- Richtlijnen: Commissie Cardon, Commissie Santens, (Commissie voor het Bank-en Financieuzen, VBO).
- Roe, M., 1994, Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance, (Princeton University Press).
- Shleifer, A. en R. Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, juni, 737-783.
- Van Hulle, C., 1998, Is het systeem van Corporate Governance belangrijk? Op zoek naar de impact van verschillen in modellen, Referaat voor het Drieëntwintigste Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, (Leuven).
- Van Hulle, C., 1996, Corporate Governance: een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie, *Tijdschrift voor Economie en Management* XLI, 1, 81-129.
- Williamson, O., 1988, Corporate Finance and Corporate Governance, *Journal of Finance*, 43, 567-591.
- Williamson, O., 1985, The Economic Institutions of Capitalism, (The Free Press, New York).
- Williamson, O., 1984, Corporate Governance, *Yale Law Journal*, 93, 1197-1230.
- Wymeersch, E., 1997, Corporate Governance: waarheen?, *Bank-en Financieuzen*, november, 9, 602-606.

